

GOVERNMENT DEBT MANAGEMENT: NEW TRENDS AND CHALLENGES, ed. Mike Williams, 2006, Central Bank Publications, Morgan Stanley, London, 263 str.

Prikaz\*

Unutar *publikacija centralnih banaka* globalna je konzultantska tvrtka Morgan Stanley 2006. objavila knjigu *Upravljanje javnim dugom – novi trendovi i izazovi*. Knjiga je vjerojatno i prvi sustavni materijal o tržištu i upravljanju javnim dugom tiskan izvan Međunarodnoga monetarnog fonda i Svjetske banke.

Knjiga je podijeljena na četiri poglavlja, s priložima stručnjaka iz područja tržišta javnog duga izravno zainteresiranih za promociju i razvoj transparentnoga financijskog tržišta, odgovornosti i dobrih praksi organizacije i upravljanja javnim dugom. Urednik i jedan od autora knjige *Mike Williams* u zanimljivom uvodu sažima glavna obilježja pojedinih poglavlja te naglašava da su države diljem svijeta u posljednjih dvadesetak godina razvile i uspostavile specijalizirane funkcije upravljanja dugom s različitim stupnjem autonomije. Čak i u većini nerazvijenih država postoji slična struktura upravljanja javnim dugom unutar ministarstva financija. To je vjerojatno i najbolji razlog zbog čega vrijedi upozoriti na neke od glavnih nalaza knjige.

U prvom poglavlju, koje čine četiri zanimljive teme, naglasak je na *strategijama i upravljanju rizicima*. Za razvoj strategija upravljanja javnim dugom ključno je utvrditi jasne ciljeve, upozorava *Fred Jensen*. Ciljevi upravljanja dugom mogu biti financiranje potreba države, smanjenje troškova i rizika te razvoj domaćega financijskog tržišta. U zaštiti od rizika potrebno je utvrditi strateške ciljeve kao poželjnu strukturu (portfelja) duga, udio duga u domaćoj valuti u ukupnom dugu, prosječno dospijeće duga, udio kratkoročnoga u ukupnom dugu i ostale slične pokazatelja. Takve smjernice trebaju poslužiti kao vodič za nova izdanja duga jer osiguravaju upravljanje postojećim portfeljem duga u skladu s odobrenom strategijom. *Hans Blommestein* smatra da *upravljanje rizicima državne bilance* treba biti dijelom šireg okvira strategije upravljanja javnim dugom. Osobito ističe moguće načine ublažavanja rizika potencijalnih obveza i dugovječnih rizi-

---

\* Primljeno (*Received*): 2.3.2007.

Prihvaćeno (*Accepted*): 12.3.2007.

ka duga izdavanjem dugovječnih obveznica ili obveznica indeksiranih za inflaciju. *Richard Batley i Moyeen Islam*, u prilogu *Upravljanje dugom, monetarne operacije i operacije središnje banke*, ističu da je upravljanje dugom zbog različitih ciljeva sredstvo fiskalne, a ne monetarne politike. No središnje banke i ministarstva financija susreću se na sekundarnom tržištu, zbog čega je nužna njihova koordinacija. Te banke pri donošenju novih propisa i regulatornih odluka koje mogu utjecati na potražnju za državnim dugom na financijskom tržištu trebaju konzultirati upravljače javnim dugom. *Lisbeth Stausholm Zacho* analizira praksu Danske u *suverenom upravljanju imovinom i obvezama*. U Danskoj gotovinom državnog proračuna i javnim dugom upravlja središnja banka, u suradnji s Ministarstvom financija. Iako zanimljiv, danski primjer upravljanja dugom nije pravilo već izuzetak koji postoji u zemljama sa stabilnim državnim i financijskim institucijama, makroekonomskom stabilnošću i zdravim javnim financijama.

U drugom poglavlju pet stručnjaka analizira prakse *upravljanja i organizacije* javnim dugom. *Ian Storkey* naglašava da za *dobre prakse upravljanja dugom* nije presudno koja organizacija (institucija) upravlja dugom. To mogu biti odjeli unutar ministarstva financija, središnje banke ili izdvojene agencije. Organizacija upravljanja ovisi o postojećem stupnju razvoja upravljanja javnim dugom. U posljednjih dvadesetak godina praksa upravljanja napredovala je od netržišnih instrumenta izdavanja duga preko tržišnih instrumenta i upravljanja gotovinom i obvezama. Razvijene zemlje upravljaču imovinom i obvezama (izravnim i potencijalnim) putem dobro razvijenih funkcija državne riznice. Sve više zemalja postavlja pitanje *treba li upravljanje javnim dugom organizirati u izdvojenu agenciju*. *Philip Anderson* jasno odgovara da donositelji odluka trebaju izbjegavati kreiranje izdvojene agencije javnog duga za brže rješavanje institucionalnog problema upravljanja dugom jer takav pristup može voditi pojavi novih vrsta rizika. Zbog stalnog razvoja i promjena globalnoga financijskog tržišta način organizacije upravljanja dugom i dalje će biti predmetom brojnih analiza. Upravo zbog razvoja i rasta financijskog tržišta *Mike Williams* naglašava da se *povećavaju odgovornosti upravljača javnim dugom* koje se pomiču s evidentiranja transakcija, utvrđivanja strategija i kalendara izdanja do upravljanja gotovinom i likvidnošću te imovinom. Sve aktivnosti trebaju pridonositi smanjenju troškova zaduživanja. U upravljanju javnim dugom osim cjelovitog uvida u stanje državne bilance (financijske i nefinancijske imovine i obveza države) upravljanje gotovinom državnog proračuna potrebno je dnevno uskladiti s monetarnim operacijama središnjih banaka. U državama koje nisu razvile funkciju upravljanja gotovinom državnog proračuna teško je očekivati da će središnje banke u vođenju operacija na otvorenom tržištu uzeti u obzir državnu dnevnu financijsku poziciju. *Colin Seelig* objašnjava *evoluciju upravljanja dugom u zemljama u razvoju* koje su zbog visoke razine duga izložene financijskim rizicima. Te zemlje trebaju poboljšati kvalitetu podataka, razviti sustav predviđanja novčanih tijekova i obveza, reformirati institucije i razviti kvalitetnu suradnju ministarstva financija sa središnjom bankom. No teško je zamisliti *provedbu sustava upravljanja javnim dugom* bez kvalitetne potpore informacijskog sustava i stalne edukacije djelatnika koji upravljaču dugom. Zato *Mike Goddard* daje pregled provedbe projekta uspostave informacijskog sustava počevši od strukture projekta, prikupljanja informacija, odabira informacijskog softvera, razvoja sustava, primjene unutar institucije te troškova uspostave s različitim pristupima. Izgradnja i uspostava sustava u brojnim je zemljama obično sličan proces, no razlike postoje zbog posebnih zahtjeva korisnika sustava.

U trećem su poglavlju četiri teme kojima autori analiziraju *političke (policy)* izazove za upravljanje javnim dugom. Jednim od izazova *Greg Horman* smatra *procjene učinkovitosti i nadzor upravljanja javnim dugom*. Rezultate upravljanja javnim dugom treba analizirati i mjeriti primjenom kvantitativnih metoda procjena, ali i kvalitativnih kada ih nije moguće kvantificirati. Sve metode procjene moguće su samo u uvjetima jasno utvrđenih strategija, odgovornosti odjela za upravljanje dugom, načela, pravila i vremenskog okvira provedbe strategije. Bez jasne strategije i strukture upravljanja dugom izvješća o procjeni učinaka upravljanja dugom neće imati smisla. Drugi su izazov za upravljanje javnim dugom potencijalne obveze. *Elizabeth Currie* i *Jorge Cardona* smatraju da u sklopu upravljanja javnim dugom treba *upravljati potencijalnim obvezama*. Odjeli za upravljanje javnim dugom trebaju surađivati s proračunskim agencijama kako bi prepoznali, vrednovali i pomogli u upravljanju potencijalnim obvezama, osobito kada one nadilaze razinu vanjskoga javnog duga. Dobre prakse upravljanja potencijalnim obvezama postoje u Kolumbiji te se mogu primijeniti i u državama u kojima velik iznos potencijalnih obveza može utjecati na rast javnog duga. Četvrti je izazov za upravljanje dugom visoka inozemna zaduženost države. *Brian Olden* u tekstu *Dug u inozemnoj valuti: struktura i praksa* navodi da se države odlučuju na inozemna zaduženja (ili zaduženja u inozemnoj valuti i tržištima) radi smanjenja troškova ili rizika, slabo razvijenoga domaćeg tržišta duga, nesposobnosti financiranja sve većih potreba države itd. Upravljači javnim dugom moraju paziti da se zaduženja u inozemstvu uklapaju u ukupnu strategiju zaduživanja države i pomoći u donošenju odluka o iznosu, poželjnoj strukturi valuta, visini kamatnih stopa te poželjnom roku dospeljeća pri kreiranju inozemnog duga. Zbog visokih inozemnih zaduženja države investitori se nastoje zaštititi od rizika nemogućnosti otplate duga izvornog dužnika. *Robert Gray* i *Andrew Yianni* analiziraju *inovacije u ugovorima o dugu i restrukturiranje* te objašnjavaju posljedice klauzule o kolektivnoj akciji u izdanju obveznica na međunarodnom tržištu. Cilj je klauzule pravno regulirati moguće promjene uvjeta otplate glavnice i kamate duga u vrijeme financijskih kriza ili stresa kako bi se ublažio financijski rizik za investitore (kreditore) i dužnike. Za čitanje tog teksta poželjna su znanja s područja međunarodnoga financijskog prava.

U četvrtom poglavlju autori u četiri teme analiziraju *interakcije na financijskom tržištu*. Tako *Allison Holland* u analizi *mikrostrukture tržišta javnog duga* objašnjava ključne izazove uređenja domaćega primarnog i sekundarnog tržišta državnih vrijednosnica. Pri uređenju primarnog tržišta državnih vrijednosnica fiskalne vlasti moraju odabrati mehanizme izdanja, osigurati pristup primarnom tržištu, poboljšati transparentnost i jasno utvrditi zahtjeve za izvješćivanjem. Brojne države pri izdavanju vrijednosnica osnivaju grupu profesionalnih posrednika kao primarnih dilera. Pri uređenju primarnoga i sekundarnog tržišta za državne vrijednosnice izdavatelj duga treba oprezno razmotriti obilježja tržišnih sudionika. Dug pojedinih zemalja postaje globalni proizvod jer se prodaje u inozemstvu, povećana je inozemna potražnja za izdanjima domaćih obveznica, razvijeno je tržište euroobveznica u domaćoj valuti, a izdanja obveznica u inozemnoj valuti postaju dijelom nacionalnog upravljanja dugom. Stoga *Adrian Bell* i *Henrietta Podd* u tekstu o *ulozi samostalnosti (suverenosti) na međunarodnom tržištu duga* prikazuju kako upravljati dugom u uvjetima globalizacije financijskog tržišta. Glavni je cilj izdanja duga prikupljanje sredstava za financiranje programa kapitalnih investicija zbog čega je nužna suradnja

sa sudionicima tržišta javnog duga iz privatnog sektora. *Euan Harkness analizira suradnju u upravljanju javnim dugom s privatnim sektorom, koja se može ostvariti poboljšanjem transparentnosti u odlučivanju (publiciranjem kalendara izdanja u kojemu se iskazuje iznos duga prema godinama i dospijeću), redovitim sastancima s investitorima i primarnim dilerima te kvartalnim sastancima s ostalim sudionicima na tržištu javnog duga. Povjerenje u izdavatelja državnih vrijednosnica može se poboljšati učinkovitom komunikacijom koja može postati sredstvom za upravljanje rizicima, smatra Valerie Jeal.* Dobra komunikacija odjela za upravljanje dugom bitna je za upravljanje rizicima javnog duga te pomaže održavanju kvalitetne reputacije dužnika među investitorima, primarnim dilerima i rejting agencijama. Sudionici na tržištu su i središnje banke, ministarstva, investitori, mediji, ali i šira javnost. I oni žele čuti jasnu poruku o upravljanju javnim dugom, ciljevima i ostvarenim rezultatima. Učinkovita komunikacija može se ostvariti unutar organizacije, bez dodatnih ulaganja, objavljivanjem redovitih informacija i podataka o javnom dugu i gospodarskim pokazateljima države na internetskim stranicama, putem e-mail liste, ovlaštenjem djelatnika odjela za javni dug da surađuje i daje podatke i informacije kreditnim agencijama itd.

Sve su teme u knjizi logički složene i dobro uvode čitatelja u analizu novih izazova za upravljanje javnim dugom. Istina, knjiga nema kazalo pojmova niti oduševljava izgledom. No ti su tehnički nedostaci neprimjetni zbog kvalitete odabira i stručnosti obrađenih tema. Knjiga je odlično štivo za djelatnike ministarstva financija koji se bave upravljanjem javnim dugom te za djelatnike središnjih banaka zaduženih za operacije na otvorenom tržištu. Knjigu ne bih preporučio studentima dodiplomskih studija, ali studenti poslijediplomskih (specijalističkih ili znanstvenih) i doktorskih studija vjerojatno mogu biti potencijalno zainteresirani čitatelji. Zanimanje za teme knjige sigurno mogu pokazati institucionalni investitori i fond menadžeri u poslovnim bankama te u osiguravateljskim i mirovinskim društvima koje zanima unutarnji pogled u strukturu i procese upravljanja javnim dugom. Knjigu istinski preporučujem djelatnicima hrvatskog Ministarstva financija koji su nedavnim izdanjem Godišnjeg izvješća i strategije napravili prvi korak prema upravljanju javnim dugom. Knjiga može koristiti i djelatnicima Hrvatske narodne banke jer će na jednome mjestu lako prepoznati potencijalne buduće aktivnosti Ministarstva financija koje mogu utjecati na prirodu i kvalitetu vođenja monetarne politike.

*dr. sc. Anto Bajo*